

ХАРАКТЕРИСТИКИ СУБЪЕКТОВ ИНВЕСТИРОВАНИЯ ОБРАБАТЫВАЮЩЕЙ ПРОМЫШЛЕННОСТИ

© 2015 Фомина Наталья Евгеньевна

кандидат экономических наук, доцент

Санкт-Петербургский государственный экономический университет

191023, г. Санкт-Петербург, ул. Садовая, д. 21

E-mail: natalia.fomina@mail.ru

Представлен научный анализ современного институционального состава субъектов инвестиционной деятельности, обеспечивающих процесс инновационного развития обрабатывающей промышленности. Сформулированы характеристики, определяющие вариативность инвестиционного интереса субъектов. Предложена количественная интерпретация характеристик, позволившая уточнить профиль источника финансирования.

Ключевые слова: промышленность, инвестиции.

Вопрос состава и структуры субъектов, институтов финансирования инвестиционной деятельности обрабатывающей промышленности весьма актуален, а потому глубоко исследован в современной научной литературе. Актуальные формы организации инвестиционной деятельности в обрабатывающей промышленности рассматривались по рабочим экспертизам “Исследовательской группы экспертизы финансовых институтов” (“Financial Institutions Research team”)¹ за 2012-2015 гг. А в изучении современных институтов инвестирования и организационных форм их “фондирования” автор опирался на академические взгляды D.G. Luenberger², P. Friedman³. Интересны взгляды и отечественных ученых, изучавших структуру субъектов инвестирования в промышленности: А.Т. Костенко обобщил современные взгляды на государство как субъект инвестиционной деятельности⁴; А.В. Шалева объективизировала институциональную форму инвестора⁵; Е.В. Русановская⁶ рассмотрела механизмы обеспечения прозрачности финансирования через проектные методы; О.Н. Андреева, В.А. Бобров⁷ предложили перспективные формы финансирования долгосрочных инвестиций; С.А. Овчинникова, В.Б. Халимендик⁸ объяснили феномен партнерства со стороны “стратегических инвесторов” при капиталовложении в ОФ; Н.П. Колядин, А.Н. Неверов синтезировали модель, позволяющую описать трансфункции инноваций, инвестиций и определяющих их институтов⁹.

Вместе с тем автор **не видит законченного теоретического базиса**, который может

быть взят за основу при формализации полного списка субъектов инвестирования обрабатывающей промышленности в долгосрочной перспективе. В табл. 1 автором сведены представления об источниках и субъектах финансирования инвестиционной деятельности. Из нее хорошо видно: (1) отсутствие научного единства во взглядах на систему институционального финансирования; (2) “размытость” разделения организационных форм - “источников” и институциональных “субъектов” финансирования; (3) невыраженность теоретических признаков идентификации субъекта как участника процесса финансирования капиталовложений обрабатывающей промышленности.

Именно в данной связи в качестве (1) задачи видится формализация теоретической платформы, выраженной критериями принадлежности субъектов системе инвестирования обрабатывающей промышленности. Это позволит провести анализ и сформировать (2) структуры институциональных инвесторов изучаемой отрасли. Сформировать (3) характеристики инвесторов и принципы их количественной интерпретации. Выдвинуть актуальные количественные оценки (4) характеристик, совокупность которых рассматривается как “профиль инвестора”. Определенность профиля является основанием для оценки его потенциала и мотивации к финансированию инвестиционного развития объектов в инвестиционном цикле обрабатывающей промышленности. Формулировка критериев научного поиска определена границами объекта исследования и научным контекстом его раскрытия: (1) обрабатывающая

Таблица 1

Научные взгляды на "источники" и "субъекты" финансирования инновационной деятельности

| Субъект | Громкова И.С. и др., 2013 ^{1)*} | Татьянко Т.С., 2005 ^{2)*} | Комлева О.О., 2004 ^{3)*} | Яруллина Н.М., 2004 ^{4)*} | Luenberger D.G., 2006 ^{5)*} | Friedman P., 2011 ^{6)*} |
|--|--|------------------------------------|-----------------------------------|------------------------------------|--------------------------------------|----------------------------------|
| Предприятие (самофинансирование) | | | | | | |
| Федеральный (региональный) орган исполнительной власти | | | | | | |
| Портфельные инвесторы | | | | | | |
| Венчурные фонды | | | | | | |
| Банковское кредитование | | | | | | |
| Эмиссия ценных бумаг | | | | | | |
| Реализация активов | | | | | | |
| Инновационный кредит | | | | | | |
| Доходы от продажи патентов, лицензий | | | | | | |
| Факторинг, форфейтинг | | | | | | |
| Иностранные фонды | | | | | | |
| Научные фонды | | | | | | |
| Физические лица | | | | | | |

С. 11. ^{1)*} Громкова И.С., Аверина О.И. Венчурные инвестиции как источник финансирования инновационных проектов // Системное управление. 2013. № 2 (19).

^{2)*} Татьяна Т.С. Финансово-экономические условия работы, актуальные проблемы и перспективы развития инновационных предприятий // Научно-инновационная политика в регионах Беларуси : материалы Республиканской науч.-практ. конф. (Гродно, 19-20 окт. 2005 г.). Минск, 2005.

^{3)*} Комлева О.О. Венчурное финансирование в международном инвестиционном процессе : автореф. дис.... канд. экон. наук. Москва, 2004.

^{4)*} Яруллина Н.М. Венчурное финансирование инновационных проектов - новый путь фондового рынка // Традиции, инновации и инвестиции современной рыночной экономики : материалы Международ. науч.-практ. конф. (9 - 10 дек. 2004 г.). Казань, 2004. С. 53 - 55.

^{5)*} Luenberger D.G. Investment science. Oxford, 2006.

^{6)*} Friedman P. Innovation competitions: why we need more of them // Innovation Investment Journal. 2011. № 3.

промышленность; (2) прямые (реальные) инвестиции; (3) парадигма цикла как совокупности инновационных проектов. Итак, автор вводит следующие **критерии** принадлежности субъекта инвестиционной деятельности к процессу финансирования цикла развития обрабатывающей промышленности:

1. **“Инвестор”**. “Инвестиционная деятельность”, капиталовложения в объекты обрабатывающей промышленности не противоречат сложившейся “институциональной функции (позиции)” субъекта в отраслевых и межотраслевых взаимодействиях, формализованной стратегии управления капиталом, требованиям со стороны акционеров к менеджменту предприятия.

2. **“Инноватор”**. Субъект финансирует инновационные проекты, реализуемые на этапах инвестиционного цикла обрабатывающей промышленности. Участие в инновационной деятельности (с объективным осознанием рисков и горизонтов экономической выгоды) не противоречит уставным целям и институциональной позиции субъекта.

3. **“Субъект”**. Субъект может выступать в качестве инвестора в различных организационных формах, определяемых как “источники” финансирования: создавать фонды, основывать МИП, делегировать функцию (и капитал) сторонним фондам, создавать резервы, привлекать финансы физических лиц и т.п. Единичный субъект может образовывать (и/или) принимать участие) во множестве различных “источников” без потери своего институционального статуса, позиции. Рассматриваются “институциональные субъекты”, а не “источники финансирования”, которые являются вторичной, производной формой субъекта.

4. **“Влияние”**. Субъект осуществляет капиталовложение на единичном этапе в конкретный инновационный проект, имеющий организационные, временные и финансовые рамки. Будучи заинтересован в инвестиционном и инновационном результате предприятия, субъект может оказывать влияние на структуру инвестиций, организационные и технологические параметры проекта нововведения, операционные действия

Таблица 2

Субъекты инвестирования в обрабатывающей промышленности

| Субъект (обозн.) | Комментарий |
|-----------------------|---|
| Предприятие | Предприятие обрабатывающей промышленности, используя различные источники формирования финансовых средств (прибыль, резервы, амортизация, реализация активов и др.), создает фонды инвестирования. Этот субъект традиционно определяется как "самофинансирование", "собственные средства" |
| Заказчики | Под заказчиком понимается потребитель, выкупающий всю (или часть) произведенной продукции для эксплуатации или использования в производственном цикле. Заказчик инновационной продукции финансирует из собственных средств полный цикл ее создания НИОКР, технологическое внедрение, производство на условиях авансированных платежей. Заказчик принимает на себя инновационные, технологические и финансовые риски создания радикального или дифференцирующего новшества. Наиболее яркие примеры "заказчика" по отношению к обрабатывающей промышленности: "Министерство обороны", концерны "Газпром", "Роснефть" и др. |
| Государство | Федеральный (региональный) орган исполнительной власти, использующий в качестве источника финансирования средства федерального или регионального бюджета. При этом возможны различные формы финансирования, сохраняющие свою институциональную сущность - государство. В рамках целей могут быть организованы: научно-технические фонды, федеральные целевые программы (далее - ФЦП), федеральные (региональные) дотационные программы, конкурсы, целевые субсидии, инвестиционный и налоговый кредит, выпуск инновационных ваучеров, прямое государственное инвестирование и др. Они могут формироваться как различные по организационной форме "источники", но сохранять сущность государственного финансирования |
| Венчурные фонды | Институциональный инвестор, финансирующий идеи и НИОКР на условиях участия в капитале инновационных проектов. Финансируют проекты любого уровня от "посева" до "расширения", часто не имеющие формального ликвидного обеспечения. Фондируются (формируют инвестиционный капитал) из различных источников: государство, кредитные организации, государственные и частные пенсионные фонды, портфельные инвесторы, физические лица. С институциональной позиции представляет собой частный случай инвестиционного фонда с выраженной стратегией финансирования: краткосрочное высокорисковое размещение капитала |
| Кредитные организации | Организации, предоставляющие финансовые средства под ликвидное обеспечение (залог) на основе установленной процентной ставки, имеющей форму платежа за использование капитала. Сложившиеся формы организаций, включенных в категорию: банки, лизинговые организации, частные (в том числе физические и юридические) кредиторы, частные и государственные пенсионные фонды |

менеджмента. То есть субъекты инвестирования имеют заинтересованность в операционной деятельности и владеют механизмами влияния на параметры инвестиционного цикла.

Апеллируя к сформулированным критериям, автор выделил **5 субъектов инвестирования в обрабатывающей промышленности** и сформулировал (“комментарий”, табл. 2) общие принципы их участия в процессе финансирования.

Итак, предложенная структура требует анализа и уточнения позиции как в отношении включения автором субъекта (“заказчик”), не рассматриваемых ранее другими учеными (см. табл. 1), так и в отношении исключенных в результате критериального анализа (в том числе, “портфельные инвесторы”, “научные”, “специальные” и другие “фонды”).

Во-первых, с позиции введенного критерия “субъект” автор отказывается от включения “источников”, не имеющих формы институционального субъекта (эмиссия ценных бумаг, реализация активов, инновационный кредит, доходы от продажи патентов, факторинг, форфейтинг и т.п., см. табл. 1), а представляющих собой способ фондирования (получения, накопления) финансовых средств. Впрочем, большинство ученых солидарны с данной позицией (см. табл. 1). **Во-вторых**, автор отказал в институциональной самостоятельности “научно-исследовательским”, “специальным”, “иностранным” и любым другим “фондам” в силу их сущности - временные организации, созданные в рамках локальной цели своих организаторов по финансированию проектов. Фонды создаются государством, промышленностью или финансовыми институтами (или совместно) для финансирования научно-исследовательских работ, поддержки инноваций, модернизации промышленности и т.п. (и других целей, рассматриваемых в настоящем контексте). По сути, фонды не являются самостоятельными субъектами хозяйствования, они действуют в рамках и интересах своих организаторов. Таким образом, любой фонд - это вторичная организационная форма распределения финансовых средств институционального субъекта. **В-третьих**, автор исключил “портфельных инвесторов”, которых все ученые (см. табл. 1) солидарно объявляют субъектом финансирования. Не отрицая их природы как субъекта финансирования, автор отказывает ему в силу несоответствия критерию “**влияние**”. Портфельные инвестиции в силу миноритарного

размера (в большинстве случаев) не влияют значительно на структуру капитала реципиента. Как правило, это вложения в ценные бумаги при “биржевых спекуляциях” (игра на повышение или понижение) или формирования “портфеля ценных бумаг” инвестиционными фондами. Портфельный инвестор не ставит цели контроля над деятельностью хозяйствующего субъекта и не является заинтересованным, мотивированным в долгосрочном развитии промышленного предприятия источником финансирования. Именно поэтому автор обоснованно не включает портфельного инвестора в число доноров инвестиционного цикла обрабатывающей промышленности.

В-четвертых, автор с недоумением обнаруживает отсутствие в научно-экономической литературе “заказчика” в структуре инвесторов обрабатывающей промышленности, хотя нормативная база инвестиционной деятельности Российской Федерации¹⁰, выделяет заказчика как основного участника процесса капиталовложений - выгодополучателя¹¹. Тем не менее автор наблюдал объективные процессы финансирования части или полного инвестиционного цикла предприятий обрабатывающей промышленности со стороны единичного “заказчика”. Наиболее ярким примером заказчика могут служить “Министерство обороны”, концерны “Газпром”, “Роснефть”, “Роснано”, “Силловые машины” и другие министерства и крупные государственные структуры. Например, предприятие “РИРВ” (Санкт-Петербург) реализовывало программы НИОКР и последующее опытное и серийное производство продукции на основе авансовых, инвестиционных поступлений Министерства обороны. Во всех наблюдаемых автором ситуациях инвестирование производилось в отношении поставщиков продукции для инвестора. Инвесторы финансировали НИОКР, производство, модернизацию в собственных интересах - получения продукции с заданными инновационными характеристиками. В соответствии с критерием “**инноватор**” заказчики-доноры инвестируют именно в инновационную деятельность реципиента, по умолчанию принимая риски и горизонты процессов стороннего исполнителя. Но важно отметить, что именно заказчик, инвестор, является выгодополучателем инновационного процесса в его конечном результате - инновационной продукции, которая (продукция) для заказчика может быть как конечной, эксплуатируемой продукцией или изделием, ма-

териалом, компонентом в собственном производственном цикле. Причем данную ситуацию можно считать достаточно распространенной, в некоторых случаях обоснованной альтернативной поглощению предприятий для построения вертикально диверсифицированных холдингов и концернов. Аналогично видение потенциала инвестиционного партнерства в работах С.А. Овчинниковой и В.Б. Халимендика, которые обозначают “заказчика” как “стратегического инвестора”. Но автор считает более целесообразным сохранить терминологическое обозначение, согласующееся с нормативными актами, регулирующими инвестиционную деятельность.

Профиль субъекта инвестирования - это совокупность его характеристик, определяющих традиционную для института “инвестиционную политику” - граничные условия размещения капитала. Формально политика определяет объем, структуру, направления, длительность и другие показатели, сбалансированные с уровнем риска. Автор исследовал теоретические взгляды на характеристики финансовых институтов и их взаимосвязь, что позволило выделить 5 характеристик субъектов инвестирования (табл. 3), опреде-

донора в реализации целей инновационного проекта. Например, при государственном финансировании научно-исследовательских и поисковых работ обязательно требование софинансирования реципиентом не менее 50 % в общем объеме бюджета. Второй характеристикой, дополняющей оценку рисков инвестора, является уровень ликвидности залоговых обязательств реципиента, интерпретируемый через долю ликвидного имущества в общем объеме займа (*КТ*, %). В частности, российские институты кредитования в настоящее время рассматривают требование 100 %-ной обеспеченности займа ликвидным имуществом. Оценка риска (по трем характеристикам) является показателем, дифференцирующим субъектов в различные институциональные группы. Оппозиционна и сбалансированна к уровню риска ожидаемая норма доходности инвестора. Будучи относительным показателем, она может быть интерпретирована через внутреннюю норму доходности, ставку дисконтирования или принятую в настоящей работе “доходность инвестиций” (*ROI*). Очевидна вариативность ожидаемой доходности для различных субъектов в силу различных целей участия в инвестиционном процессе, источников фондирования

Таблица 3

Характеристики профиля субъектов инвестирования обрабатывающей промышленности

| Характеристика | Принцип интерпретации |
|--|--|
| Предельный уровень риска инвестирования | Интерпретируется через максимальную величину “премии за риск” (<i>ir</i>), принимаемую в инвестиционных решениях |
| Обеспеченность реципиента собственными средствами при финансировании проекта | Доля собственных средств промышленного предприятия в общем объеме инвестирования проекта (<i>PIC</i>), % |
| Уровень ликвидности залоговых обязательств реципиента инвестиций | Доля ликвидного имущества предприятия-реципиента, покрывающего величину инвестиций (кредитных обязательств) (<i>КТ</i>), % |
| Норма доходности капитала инвестора | Оценивается через показатель доходности инвестиций (<i>ROI</i>), рассматриваемый как отношение прибыли инвестора к сумме капиталовложений, % |
| Горизонт размещения капитала | Допускаемый инвестором горизонт размещения капитала (<i>L</i> , лет). Формально шкала монотонная, но выделяют дискретные периоды: “краткосрочный” - до 1 года; “среднесрочный” 1-3 года; “долгосрочный” - более 3 лет |

ляющих вариативность их инвестиционной политики.

Базовый риск субъекта отражается через характеристику “предельного уровня риска инвестирования”, количественно интерпретируемую переменной “премия за риск” (*ir*). Обеспеченность реципиента собственными средствами в проекте, доля собственных средств (*PIC*), является для субъекта первой характеристикой, дополняющей оценку риска финансирования инвестором. Она рассматривается как степень мотивированности

(стоимости капитала), институциональной позиции. Например, венчурный инвестор ожидает “сверхприбыль” для покрытия высоких рисков инвестирования на ранних стадиях инновационных проектов. А государство часто допускает нулевой уровень доходности при капиталовложениях в НИОКР “критических” технологий, связанных с развитием национального научно-технического потенциала. И последней характеристикой субъектов является предельный горизонт размещения капитала (*L*, лет). Данная переменная также связана с

Таблица 4

Квалиметрическая оценка характеристик субъектов инвестирования обрабатывающей промышленности (параметры и принципы интерпретации в табл. 3)

| Субъект (обозн.) | Квалиметрическая оценка характеристик | | | | |
|-----------------------|---------------------------------------|--------|--------|--------|-------|
| | ir, % | L, лет | ROI, % | PIC, % | KT, % |
| Предприятие | <20 | >3 | <10 | 0 | 0 |
| Заказчики | <20 | <3 | <20 | <20 | 0 |
| Государство | <80 | >3 | <20 | >50 | <20 |
| Венчурные фонды | >80 | <3 | >80 | <10 | 0 |
| Кредитные организации | <20 | <3 | <30 | 0 | 100 |

характеристикой предельных рисков инвестора, хотя и имеет общеметодологический принцип для всех доноров: чем больше горизонт, тем выше неопределенность и выше риски. Итак, при выделении характеристик субъектов инвестирования обрабатывающей промышленности автор сохранил методологические принципы описания их как финансовых институтов, что выражается в видимом балансе риска, длительности размещения и ожидаемой нормы доходности.

Выраженность институционального отличия субъектов инвестирования обнаруживается при квалиметрической оценке характеристик. Решение данной задачи автор построил на сводных оценках экспертизы «Исследовательской группы экспертизы финансовых институтов» («Financial Institutions Research team») и актуальных (2015 г., II квартал) оценках позиции национальных институтов финансирования. Квалиметрическая оценка характеристик субъектов инвестирования обрабатывающей промышленности построена через интерпретирующие переменные и сведена в табл. 4.

Предложенные оценки явно демонстрируют вариативность, уникальность и самостоятельность инвестиционного профиля каждого субъекта, что является объективным свидетельством теоретической состоятельности выдвинутого автором положения о 5 институциональных субъектах инвестирования в обрабатывающей промышленности. Выделяются 2 отраслевых субъекта (предприятие, заказчик), «готовых» инвестировать в зоне низких рисков и доходности. Государство ориентировано на высокие риски при низкой доходности, обусловленные критически важными целями развития обрабатывающей промышленности. Венчурные фонды ориентированы на высокорисковые зоны с высокой ожидаемой нормой доходности, и кредитные организации с низким уровнем допустимого риска и средним уровнем ожидаемой доходности капитала. Итак, автором сформировано

и обосновано представление о субъектах инвестирования в обрабатывающей промышленности. Вариативность профилей позволяет комбинировать их как источники финансирования инвестиционного цикла на различных этапах.

¹ URL: <http://www.fbr.com>.

² Luenberger D.G. Investment science. Oxford, 2006.

³ Friedman P. Innovation competitions: why we need more of them // Innovation Investment Journal. 2011. № 3.

⁴ Костенко А.Т. Государство как субъект инвестиционной деятельности // Вопросы региональной экономики. 2014. Т. 21, № 4. С. 135-139.

⁵ Шалева А.В. Институциональный инвестор как субъект инвестиционной деятельности // Вестн. Санкт-Петербургского университета. Серия 14, Право. 2011. № 1. С. 77-90.

⁶ Русановская Е.В. Проектное финансирование как способ привлечения долгосрочных инвестиций // Аграрный научный журнал. 2009. № 8. С. 90-94.

⁷ Андреева О.Н., Бобров В.А. Перспективные формы финансирования долгосрочных инвестиций // Современные тенденции в экономике и управлении: новый взгляд. 2010. № 1-2. С. 73-77.

⁸ Овчинникова С.А., Халимендик В.Б. Источники финансирования инновационных предприятий // Новые идеи нового века: материалы Междунар. науч. конф. ФАД ТОГУ. 2011. Т. 2. С. 271-274.

⁹ Колядин Н.П., Неверов А.Н. К проблеме построения матричной модели «инвестиции - инновации - институты» // Вестн. Саратовского государственного социально-экономического университета. 2012. № 1 (40). С. 29-33.

¹⁰ В частности, Федеральный закон от 25 февр. 1999 г. № 39-ФЗ (ред. от 28 дек. 2013 г.) «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений».

¹¹ Скорее всего, отказ в выделении «заказчика» связан с отнесением его нормативной дефиниции, области использования к инвестиционно-строительному комплексу, в деловых процессах которого он выступает инвестором или его представителем.

¹² Овчинникова С.А., Халимендик В.Б. Указ. соч.